

SANTIAGO GARCIA ECHEVARRIA

La financiación de la empresa multinacional: relación  
con el sistema monetario internacional

Separata de la XXII Semana de Estudios de Derecho Financiero

# LA FINANCIACION DE LAS EMPRESAS MULTINACIONALES Y EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL (1)

Por

Dr. SANTIAGO GARCÍA ECHEVARRÍA

*Catedrático de Política Económica de la Empresa  
de la Universidad de Barcelona*

## I. INTRODUCCIÓN

1. La empresa multinacional es uno de los actores más destacados en los últimos años en las relaciones internacionales. Pocos temas han atraído opiniones tan diversas como el de las actuaciones e importancia de las empresas multinacionales. El año 1973 ha sido verdaderamente pródigo en la preocupación de este tema. En los Estados Unidos, la Comisión de Tarifas de los EE.UU. publica el informe sobre las empresas multinacionales (2). En la Comunidad Económica Europea, presenta la Comisión al Consejo, el pasado día 8 de noviembre de 1973, una serie de recomendaciones sobre cómo establecer algún contrapeso a las empresas multinacionales (3). La Comi-

---

(1) Corresponde a la conferencia pronunciada en la XXII Semana de Estudios de Derecho Financiero el 26 de abril de 1974.

(2) *Implications of Multinational Firms for World Trade and Investment and for US Trade and Labor*, Washington DC, 1973, U.S. Government Printing Office, Stock Number 5.270-01708.

(3) Ver anexo 15/73 del Boletín de la C.E.E.

sión de las N.U. en Ginebra publicará un amplio informe el próximo mes de junio. En todos los países constituye un tema obscuro, para la gran mayoría, con opiniones más cargadas ideológicamente que en base de un análisis empírico y objetivo. Pero cuando han surgido las mayores controversias ha sido con motivo de los acontecimientos monetarios, a nivel mundial, que han jalonado de incertidumbre los últimos meses. El sistema monetario internacional de Bretton Woods se tambalea, se buscan sustitutos. A las empresas multinacionales se les asigna muy frecuentemente un papel importante en esta situación monetaria internacional. Se puede decir que la importancia y estudio del fenómeno financiero de las empresas multinacionales no se plantea más que en los últimos años. Otros sectores de la actividad empresarial como los de producción y marketing dominaron en los primeros años de desarrollo de estas empresas.

2. Con el fin de conseguir un cuadro concreto de la problemática financiera de las empresas multinacionales y su relación con el sistema monetario internacional, consideramos necesario que definamos y señalemos el porqué de las empresas multinacionales, su verdadera dimensión y transcendencia dentro del conjunto de la evolución técnico-económica, para pasar a la problemática financiera de estas empresas. Se puede plantear este análisis financiero enfocándolo desde dos ángulos diferentes: Por un lado, desde las perspectivas de la financiación de estas empresas, su estructura financiera y el funcionamiento de su financiación; por otro lado, desde el enfoque de los mercados internacionales de capitales y, en particular, de su incidencia en el Sistema Monetario Internacional. Aquí vamos a realizar el primer planteamiento por considerar que nos acerca más a la realidad financiera de estas empresas y nos permite un juicio más técnico sobre su realidad, sin querer restarle su peso político que, sin duda, lo tienen.

3. ¿Qué se entiende por empresa Multinacional? Sin querer entrar aquí en un análisis de las múltiples definiciones que

hoy ya pueden recogerse en la amplia literatura existente (4), es un tipo de empresa cuya actividad rebasa las fronteras nacionales, y su gestión empresarial se realiza bajo una perspectiva mundial, operando en diversos países. Para algunos autores se considera que una empresa es multinacional cuando posee entre el 25 % y el 50 % de su actividad en un país y su actividad restante se realiza en otros países. Las definiciones dadas abarcan todo tipo de criterios, como, por ejemplo, el volumen de ventas o de patrimonio que posea en el extranjero (por ejemplo, 25 %), el que disponga de centros de producción en el extranjero, etc.

Quizá debemos retener el criterio basado en la orientación dada a la actividad, estableciendo tres grupos de empresas (5):

- a) «Etnocéntricas», cuando orientan su actividad a nivel nacional.
- b) «Policéntricas», cuando orientan su actividad a otros países; y
- c) «Geocéntricas», cuando orientan su actividad a nivel mundial.

A nuestros efectos, consideramos los dos últimos grupos, entendiendo que, si bien la característica de toda empresa multinacional debe ser la de invertir en diversos países, quiere esto decir que las empresas multinacionales son las responsables de la inversión extranjera, no es, sin embargo, su único componente. Otros son la transferencia de tecnología, de bienes, de todo el aparato directivo y de organización, esto es, la configuración del factor dispositivo de la empresa, capacidad y medios financieros, limitaciones de mercados, precios de cesión internos para los distintos productos terminados o

---

(4) Nos remitimos a la amplia literatura citada en *Multinational Corporations in World Development*, United Nations, New York 1973, ST/ECA/190, págs. Yy.

Ver también KUSKE, H. M., *Finanzierung multinationaler unternehmungen*, Knapp Verlag, Frankfurt, 1973.

(5) *Policy Aspects of Foreign Investment by U. S. Multinational Corporations*, U. S. Department of Commerce, Staff Study, enero 1972, pág. 3.

componentes, entre otros. En realidad este último grupo de aportaciones de las empresas multinacionales rebasan, sin duda, en importancia a la mera transferencia de capital.

Por lo que, pudiera completarse esta descripción de la empresa multinacional, como componente de un «sistema empresarial internacional», sistema que sitúa a la dirección de estas empresas ante una estrategia basada en el núcleo básico de un sistema homogéneo de información. La disponibilidad de esta información permite actuaciones que lleva a la mejor utilización de los recursos.

4. La empresa multi-, inter-, trans- o supranacional designa en realidad un nuevo tipo de empresa que se desarrolla en la década de los años sesenta. Y no es que se trate de un fenómeno nuevo, ya que antes de la primera guerra mundial existían grandes empresas industriales con centros de producción en diversos países. Hasta 1930 apenas se les prestó más interés que el derivado de su propia actuación mercantil. Tres han sido principalmente las causas que han despertado tal serie de controversias en torno a las empresas multinacionales: En primer lugar, la afluencia masiva de capital americano a los países de la Comunidad Económica Europea, con su consiguiente impacto tecnológico y en la propia gestión y organización empresarial; en segundo lugar, el déficit continuo de la balanza de pagos de los Estados Unidos durante dos décadas y, en tercer lugar, su volumen y posibles incidencias sobre el Sistema Monetario Internacional.

En los últimos diez años se produce un fuerte despegue en los países europeos industrializados hacia estas nuevas formas de empresas. La empresa multinacional ha sorprendido, en realidad, por su vitalidad y flexibilidad para ajustarse a los cambios económicos y políticos; poseen una gran capacidad de crecimiento. Ya no son sólo en Europa los grandes Konzerns los que adoptan una forma multinacional, sino que son también empresas de tipo medio las que adoptan esta nueva forma de actividad, sobre todo en mercados europeos. Así, por ejemplo, la República Federal Alemana con un 18 de empre-

sas, cuya ocupación en el exterior es superior al 10 % de su plantilla. Suecia posee siete empresas que realizan más del 60 % de su producción en el exterior y 25 empresas poseían más del 10 % en otros países (6).

5. Para un compromiso internacional existen cinco caminos posibles:

- a) Puede acudir al sistema clásico de la concesión de licencias;
- b) Puede recurrirse a la creación de centros o puntos comerciales; delegaciones, representantes, almacenes centrales, etc.;
- c) Creación de centros de producción, generalmente como unidades parciales, esto es, realizando aquellas actividades, dentro del conjunto de la actividad productiva, que presenten mejores condiciones técnico-económicas, e incorporando de la casa matriz u otras filiales componentes o partes ya terminadas, alcanzando con ello el mayor producto de una división internacional del trabajo;
- d) Estableciendo joint-ventures, y
- e) Estableciendo Management-contract.

6. Kindleberger (7) asigna a las empresas multinacionales un papel dentro del equilibrio económico internacional, semejante al que jugaran las grandes empresas a comienzos de siglo en los Estados Unidos, en cuanto a las diferencias de ingresos, de tipos de interés, de precios, etc.

El desarrollo de las empresas multinacionales después de la segunda guerra mundial no puede entenderse sin la expansión del intercambio comercial y la creciente liberalización a partir de 1958 de los intercambios de bienes, servicios y capitales entre los países industrializados. El crecimiento del comercio mundial constituye, sin duda, el elemento más di-

---

(6) JUNGnickEL, R., «Wie multinational sind die deutschen Unternehmen?», en *Wirtschaftsdienst*, 1972/IV, pág. 195.

(7) KINDLEBERGER, Ch., *International Economics*, New York, 1968, pág. 399.

námico que caracteriza esta época e impone su expansión al desarrollo global de la economía mundial (8). De 1953 a 1960 la tasa media anual de crecimiento del comercio mundial fue del 6,5 % y a partir de 1960 crece con tasas anuales, que oscilan entre el 10 % y el 15 %, tasas que exceden considerablemente al crecimiento del producto nacional bruto de los países industriales. Las empresas multinacionales participan en casi el 50 % del comercio mundial y su participación en las inversiones extranjeras se cifra en alrededor del 75 % del total de inversiones realizadas en otros países (9). Las tasas de inversión de estas empresas son dos o tres veces superiores a las correspondientes tasas de crecimiento económico. Estas empresas juntas reúnen una sexta parte del PNB mundial. Lo que implica que cada vez se extenderán más este tipo de empresas, por su gran capacidad para desarrollar estructuras globales, tanto en el área de la producción como en el área de ventas, en el de dirección y en el de su financiación. La amplia movilidad mundial y la verdadera internacionalización del aparato gigante de poder económico constituyen sus pilares básicos. Las operaciones de las empresas multinacionales influyen, sin duda, tanto en el comercio internacional como en el sistema monetario internacional.

### III. AMPLITUD Y CARACTERÍSTICAS MÁS SIGNIFICATIVAS. GRADO DE CONCENTRACIÓN

7. Según datos disponibles se estima en 7.300 las empresas que poseen filiales en un país, pero sólo 200 poseen filiales en 20 o más países. Esto es, se puede concentrar la atención en estas últimas, deduciéndose que existe un alto grado de concentración de las empresas multinacionales en los

(8) MEISSNER, A. G., «Der Beitrag der multinationalen Unternehmungen zur Entwicklung der Weltwirtschaft», en *Kyklos*, vol. XXV, 1972, pág. 575, y su publicación en el *Boletín de Estudios Económicos*, núm. 89, agosto 1973.

(9) SIDNEY, E. R., y DAMM, W., *Die multinationale Unternehmung in der Weltwirtschaft*, Baden-Baden, 1971, pág. 153.

países industriales (10). De un total estimado de inversión en el extranjero de unos 165.000 millones de dólares, la mayoría de los cuales pertenecen a las empresas multinacionales, más de la mitad es de los Estados Unidos y más de las 4/5 partes corresponden a Estados Unidos, Gran Bretaña, Francia y la República Federal Alemana.

Por su parte, la inversión en el extranjero se concentra, a su vez, en unas cuantas empresas. Entre 250 a 300 empresas de los Estados Unidos poseen el 70 %. En Gran Bretaña más del 80 % del total está controlado por 165 empresas; en la República Federal Alemana 82 empresas controlan más del 70 % y las nueve principales el 37 %.

Este grado de concentración se refleja claramente en la evolución de las inversiones. De 1960 a 1971 el valor de las inversiones en el extranjero pasan de 33 a 86 mil millones de dólares para las empresas americanas; de 12 a 24 mil millones de dólares para las empresas inglesas y de 300 millones de dólares a 4,5 mil millones de dólares para las inversiones de las empresas japonesas, alcanzando en 1971 las empresas alemanas la cifra de 7,3 mil millones de dólares.

Por lo que afecta a la concentración en el campo de actividad, a la industria transformadora corresponde la mayor actividad de las empresas multinacionales, ya que representa, aproximadamente, un 40 % del total de las inversiones, petróleo el 29 %, minería 7 % y varias 24 %. Las actividades de los Estados Unidos se centran en tecnologías complejas y avanzadas.

En cuanto a la estructura de la propiedad, se comprueba que más del 80 % del capital de las filiales para las empresas de los Estados Unidos, y más del 75 % en Inglaterra, están en poder de la matriz. Poseen mayoría, al menos en el caso de Alemania, y con respecto al Japón, a una gran parte de las filiales sólo corresponde una participación minoritaria.

Existen una serie de países que se caracterizan por ser la

---

(10) Los datos expuestos en este apartado han sido facilitados en la publicación *Multinationals Corporations in World Development*, obra citada. También nos remitimos a Kuske, H. M., *ob. cit.*



sede de las multinacionales y otros los países receptores. Medido en los volúmenes de inversiones extranjeras tenemos que en los EE.UU. sólo el 20 % de los volúmenes invertidos en el exterior equivale a las inversiones de otros países en los Estados Unidos, Japón 30 %, Gran Bretaña y la RFA 63 %, 90 % Holanda. Los demás países reciben más que los flujos que salen.

Además, la inversión Europea en los EE.UU. es en forma de portfolio (70 %), mientras que la inversión de los EE.UU. en Europa son inversiones directas (80 %).

8. La magnitud de estas empresas puede valorarse en una serie de cifras. Para 1972 se ha estimado que el valor real de las empresas industriales que se encuentran bajo control extranjero asciende a 240 mil millones de dólares y su volumen de ventas puede cifrarse en 320.000 millones de dólares, volumen equivalente al comercio mundial en 1972. Si contemplamos en un cuadro comparativo en el que se recoge el PNB de varios países y el volumen de ventas de las principales empresas multinacionales tenemos (11):

(En miles de millones de \$)

1. U.S.A. ... ..	931,4	14. Holanda ... ..	28,4
2. Japón ... ..	164,8	15. General Motors ... ..	24,3
3. R.F.A. ... ..	153,7	16. Bélgica/Luxemb. ... ..	22,9
4. Francia ... ..	137,8	17. Argentina ... ..	19,9
5. Gran Bretaña ... ..	108,6	18. Suiza ... ..	18,8
6. Italia ... ..	82,3	19. Sudáfrica ... ..	15,8
7. Canadá ... ..	73,4	20. Standard Oil ... ..	15,0
8. India ... ..	39,6	21. Ford ... ..	14,8
9. Brasil ... ..	39,4	22. Pakistán ... ..	14,5
10. Australia ... ..	29,9	23. Dinamarca ... ..	14,0
11. Méjico ... ..	29,4	24. Turquía ... ..	12,8
12. España ... ..	28,7	25. Austria ... ..	12,5
13. Suecia ... ..	28,4	26. Royal Dutch Shell ... ..	9,7

(11) Tomados de «Multinationals- Elefant im Bett», en *Wirtschaftswoche*, núm. 51, del 14-12-1973, pág. 85, y «Konzerne mächtiger als Staaten», en *Wirtschaftswoche*, núm. 16, 13-4-1973.

27. Noruega . . . . .	9,7	44. Chile . . . . .	5,5
28. Venezuela . . . . .	9,7	45. I.T.T. . . . .	5,5
29. Finlandia . . . . .	9,1	46. Portugal . . . . .	5,4
30. Irán . . . . .	9,0	47. Nueva Zelanda . . . . .	5,3
31. Grecia . . . . .	8,5	48. Perú . . . . .	5,1
32. General Electric . . . . .	8,4	49. Gulf Oil . . . . .	4,9
33. Filipinas . . . . .	8,1	50. Western Electric . . . . .	4,9
34. I.B.M. . . . .	7,2	51. U. S. Steel . . . . .	4,7
35. Chrysler . . . . .	7,0	52. Israel . . . . .	4,7
36. Corea del Sur . . . . .	7,0	53. Formosa . . . . .	4,6
37. Mobil Oil . . . . .	6,6	54. Standard Oil Calif. . . . .	3,8
38. Tailandia . . . . .	6,3	55. Malasia . . . . .	3,7
39. Columbia . . . . .	6,1	56. Ling-Temco-Vought . . . . .	3,7
40. Indonesia . . . . .	6,0	57. Du Pont . . . . .	3,6
41. Unilever . . . . .	6,0	58. Philips . . . . .	3,6
42. Texaco . . . . .	5,9	59. Shell Oil . . . . .	3,5
43. Egipto . . . . .	5,7	60. Volkswagen . . . . .	3,5

9. ¿Cuáles son las causas más significativas que llevan a este crecimiento? Para un análisis causal del porqué del crecimiento extraordinario de esta empresa, deberá comenzarse por el estudio de las causas que llevan a grados de concentración cada vez mayores en la actividad económica. El surgimiento de grandes mercados, la creciente diversificación necesaria para contrarrestar los riesgos de todo tipo, el enorme crecimiento de las necesidades de capital, la liberación en el intercambio internacional de bienes, servicios y personas, han constituido factores decisivos que caracterizan, en todo crecimiento económico, el grado de concentración. La gran empresa, en su nueva dimensión, es un fenómeno nuevo integrante de nuestra Sociedad actual, y sin el cual no se puede comprender el actual desarrollo económico, ni tampoco su estructuración.

En las empresas multinacionales puede verse en principio un elemento de integración económica, aunque no lo sea siempre, un motor del progreso técnico y gerencial, incidiendo sobre los costes favorablemente. Frente a estos componentes positivos se señalan los que se reflejan en el catálogo de la Comisión de la CEE, que se expone a continuación.

Su gran capacidad de adaptación, su movilidad en busca

de los factores de producción y dirección, la utilización de grandes capacidades financieras y tecnológicas y la gran especialización que permite su capacidad de dirigir el trabajo, son los elementos que hacen que la empresa multinacional acelere en el futuro próximo su desarrollo.

### III. LA CEE Y LAS EMPRESAS MULTINACIONALES

10. Para la Comisión de la CEE «el desarrollo multinacional de una empresa corresponde a las exigencias de una utilización óptima de los factores naturales económicos y sociales, así como también a la necesidad de eliminar las prescripciones que limitan la libre competencia internacional» (12), haciendo ya en 1970 una amplia llamada a las empresas de la Comunidad para que rebasen las fronteras nacionales como única alternativa frente al futuro desarrollo. Si bien la CEE valora de forma positiva el desarrollo de las empresas multinacionales, plantea en su Catálogo de recomendaciones del 8 de noviembre de 1973 una serie de medidas conducentes a regular los comportamientos de estas empresas dentro de la Comunidad, estableciendo un Código de buen comportamiento que impone contrapesos políticos y sindicales. Siete son los problemas que señala la Comisión de la CEE:

- 1) Protección del bien común (impuestos, abastecimiento, especulaciones monetarias, subvenciones, protección de los accionistas, acreedores y terceros);
- 2) Protección de los intereses de los trabajadores;
- 3) Mantenimiento de la competencia (concentraciones superiores a mil millones de unidad de cuenta);
- 4) Actuaciones y comportamientos en la adquisición de empresas existentes;
- 5) Igualdad de posibilidad o cláusula de igual trato para las empresas de ambos países;
- 6) Protección de los países en vías de desarrollo,
- 7) Mejora de la información.

---

(12) *Bulletin der Europäischen Gemeinschaften*, núm. 11, 1973, páginas 22 ss.

## IV. POLÍTICA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS MULTINACIONALES

11. La problemática de la empresa multinacional presenta múltiples facetas, tanto por lo que afecta a sus propias estructuras internas, como en sus relaciones con un amplio y diferenciado medio en el que se desenvuelve. Una de estas facetas es la financiación de estas empresas. Este ha sido uno de los aspectos que se han planteado las empresas multinacionales con cierta demora, debida, en gran parte, a las rígidas prescripciones monetarias de los distintos países y, por otra, a que la financiación no ha ocupado hasta fechas recientes el lugar que le pertenece dentro de las decisiones empresariales. Junto a las decisiones de donde se produce tal o cual programa de producción, y dónde se vende, se plantea en estas empresas, el dónde se financia (13). En su planteamiento empresarial no se deben buscar sólo las decisiones óptimas en torno al circuito real de bienes, dotación con los factores de producción en las mejores condiciones y las referentes a la colocación de la producción, sino también afecta a las decisiones en torno al circuito formal, al área financiera de la empresa, ya que su contribución no sólo influye en la rentabilidad de la empresa, sino en sus posibilidades de crecimiento.

Por ello, vamos aquí a centrarnos, en primer término, en las formas de financiación de estas empresas. En segundo lugar, en la organización de la financiación. En tercer lugar, en la estructura financiera, en un análisis comparativo de las principales empresas de los Estados Unidos, Europa y España, para pasar, por último, a la incidencia o relación con el Sistema Monetario Internacional.

12. En una empresa multinacional existe, en un lugar muy destacado, la relación sociedad matriz-sociedad filial (14). Esta

(13) BAUR, H. B., «Finanzielle Aspekte und Probleme multinationaler Firmen», en *Neue Zürcher Zeitung*, Beilage núm. 356, 29-12-1967.

(14) VER KUSKE, H. M., *ob. cit.*; GUTH, W., «Finanzpolitik multinationaler Unternehmer», en *Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung*, año 22, julio 1970, págs. 469 ss.; MICHALET, Ch. A., «La politique de financement de l'entreprise multinationale», en *Revue d'Economie et Société*, núm. 6-7, 1972, págs. 1241 ss.

concentra su actividad en aquellos campos y áreas geográficas que se le han asignado, buscando unos niveles satisfactorios de beneficios sobre el capital que ha invertido la sociedad. La dotación con capital de cada una de las sociedades constituye uno de los procesos con una fuerte tendencia a la centralización. Esto es, las decisiones financieras estructurales o se toman en la central o allí se aprueban, y ello con el fin de mantener una estructura adecuada de capital. Frecuentemente la casa matriz tiene que facilitar su aval o garantía para los créditos a su filial. En un Konzern la política financiera abarca todas las medidas que afectan, tanto a la casa matriz, como a cada una de las unidades (filiales, p. e.) e influyen en la configuración del balance y en los flujos de cobros y pagos a nivel supranacional. El desarrollo, por las propias empresas multinacionales, de entidades bancarias, es el resultado, o mejor dicho el instrumento, para una configuración óptima de las decisiones financieras.

Podemos definir la política financiera de una empresa multinacional como, la dotación con los medios financieros necesarios en las condiciones más favorables, pero considerando que debe adaptarse al desarrollo en otros países, por lo que respecta a su propia actividad. La política financiera constituye un pilar básico de la estrategia empresarial, y no es solamente una obtención de recursos financieros en las mejores condiciones de costo y plazo. La multinacionalidad permite a estas empresas ampliar sus posibilidades de financiación a través de terceros países, bien mediante sociedades filiales, bien mediante sociedades financieras Holding (Suiza, Luxemburgo, Delaware) que permiten canalizar medios financieros en las mejores condiciones y considerando la incidencia fiscal.

La política financiera de una empresa multinacional tropieza, en mayor medida que en la empresa nacional, con una problemática de contenido político que recogen las normas administrativas que se establecen en cada país. Toda configuración de la política financiera debe, pues, basarse en su concepción como componente de un mercado de capitales y de dinero, amplio y considerablemente diversificado. No puede en ninguno

de los casos, sin embargo, perseguir el objetivo de utilizar al máximo las posibilidades de mercado y poder, sino más bien respetar los niveles convencionales dentro de cada mercado específico. Por ello toda política financiera está estrechamente vinculada a la política de participaciones a nivel mundial.

13. Mercados financieros. En toda actividad empresarial procede, a efectos de financiación, recurrir a tres tipos de mercados:

- a) Al mercado de capitales nacional, de la casa matriz o de las filiales.
- b) Al mercado de capitales del país en el que se encuentra ubicada la Sociedad filial.
- c) Acudir a mercados de capitales ubicados en terceros países.
- d) La financiación bancaria.

Sin duda, el primero de los mercados ha constituido la base financiera del desarrollo de la mayoría de las empresas multinacionales, y, para muchas de las incipientes empresas multinacionales de tipo medio, constituye su único mercado, donde son conocidas y valoradas. Para la expansión de estas empresas este mercado es sumamente limitado, incidiendo al propio tiempo en la financiación de las propias inversiones en la casa matriz. El segundo de los mercados presenta aún mayores limitaciones, y ello debido a que aún no entra en el concepto financiero de las empresas multinacionales la emisión de acciones de la filial en el país en el que se encuentra (política de dominio absoluto 100 %), y como consecuencia de las trabas que impone, tanto la estrechez de los propios mercados de capitales, como la legislación. Y es, en el tercer mercado, en el que han encontrado las empresas multinacionales amplias posibilidades de financiación y única fuente para completar sus recursos. Los mercados de eurodivisas y la colección de emisiones de obligaciones convertibles y bonos han dado un gran juego para la obtención de fondos. Con ellos, se han movilizado y agilizado los movimientos de capital, canalizándolos hacia

las necesidades de capital más atractivas. En realidad puede decirse que el vertiginoso desarrollo del euromercado de capitales surge por la insuficiencia de los mercados nacionales, como «solución sustitutiva», con un fuerte acento también multinacional.

Se opera principalmente en el mercado suizo, en el alemán, en el holandés y en el de eurobonos. En el primero, controlados por su Banco Central, se opera en su propia moneda o en otras divisas; el mercado alemán es uno de los principales y sujeto a autorización y en el mercado holandés se encuentra sujeto también a su autorización. El mercado de eurobonos, también denominado de eurodólares, por ser principalmente el dólar su moneda, se realiza por los consorcios bancarios internacionales en diferentes monedas y con posibilidades de cambio en cada período de tiempo de una moneda a otra, y con variación del tipo de interés, según las cotizaciones establecidas en los mercados de Londres o París. Estas emisiones se realizan solamente por los grandes bancos que asesoran y configuran los consorcios. A pesar de la gran capacidad financiera que supone el mercado de eurobonos, no es suficiente para la financiación de las empresas multinacionales, sin la capacidad financiera de los Estados Unidos, ya que este mercado se nutre financieramente de los ahorros de inversores institucionales de los países en los que pueden colocarse estos empréstitos, de capitales del Cercano Oriente, y de dinero de aquellos países que sólo permiten su participación limitada en emisiones internacionales.

14. Donde se diferencia fundamentalmente la financiación nacional de la internacional es en cuanto a la forma. Las empresas multinacionales se encuentran ante un abanico de posibilidades que pueden recogerse en los cuatro grupos siguientes (15):

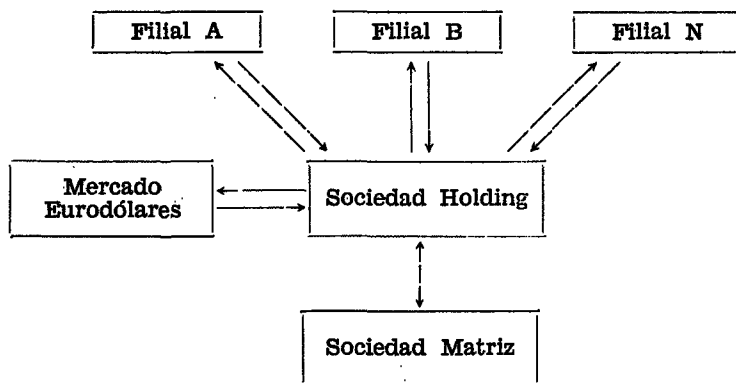
- a) Emisiones internacionales.
- b) Notes/Private Placements.

---

(15) Ver GUTH, W., *ob. cit.*

- c) Créditos.
- d) Medios propios.
  - da) Obligaciones convertibles.
  - db) Emisión de acciones.

a) Las emisiones internacionales es la característica fundamental de las empresas multinacionales, bien directamente, bien a través de Sociedades Holding, en las que se recogen todas las filiales, canalizando su financiación a través de la Holding y percibiendo ésta los beneficios. Se sitúan, como ya se ha señalado, en países con ciertas ventajas fiscales, tales como Luxemburgo, Suiza, Delaware, Antillas. Las emisiones que realizan estas Sociedades Holding cuentan con la garantía de la matriz. Gráficamente tenemos



La elección de la forma y característica de la emisión, el tratamiento fiscal, el reparto de los medios conseguidos entre las filiales, definen la política financiera más adecuada en cada momento, pues pueden producirse, sobre todo en el momento actual, considerables diferencias en su costo definitivo, tanto por su tipo de interés, como, en particular, por la moneda en que se realice.

Encuentra esta forma de financiación sus límites en la relación directa con grandes inversores, necesitando cada vez



	1970 (a)		1971 (b)		1972 (c)	
	Europa (*)	U.S.A. (**)	Europa	U.S.A.	Europa	U.S.A.
1. Capital ajeno .	1.172.933	109.043	1.446.467	89.904	959.074	52.951
2. Capital propio.	867.602	129.221	1.030.810	108.445	431.152	67.749
3. Relación de endeudamiento .	135 %	84 %	140 %	82 %	222 %	78 %

(\*) En millones de pesetas.

(\*\*) En millones de dólares.

(a) U.S.A.: 71 empresas; 27 empresas europeas.

(b) U.S.A.: 62 empresas; 20 empresas europeas.

(c) U.S.A.: 51 empresas; 16 empresas europeas.

Fuentes: Balances de las distintas empresas.

El Deutsche Bundesbank ha realizado amplios estudios sobre la estructura de capital de las empresas alemanas y es el siguiente

	Empresas de responsabilidad limitada (a)	Sociedades anónimas
1. Capital ajeno (b) ... ..	63,1 %	63,8
2. Capital propio (b) ... ..	32 %	32,2
3. Relación de endeudamiento ... ..	196 %	200 %

(a) Media del período 1966 hasta 1970, en base de 6.000 empresas.

(b) En % de la suma del balance.

En las empresas alemanas la participación del capital propio sobre el capital total es del 30 al 40 %. Dos tercios de las empresas poseen menos de un 50 % de capital propio. Lo que se encuentra ligeramente por debajo de la media europea.

A finales de 1972, según un estudio de la Unión de la Banca Suiza, el endeudamiento de 21 grandes sociedades multinacio-

nales a largo plazo se estima en 23.000 millones de dólares; la emisión de empréstitos de estas sociedades es superior a 7.000 millones de dólares en el período de 1968 a noviembre 1973. Cifra que equivale al conjunto de los empréstitos públicos y privados emitidos en el curso de los últimos cinco años en el mercado suizo de capitales.

Por lo que se refiere a España y tomando los datos de 25 empresas, tenemos la siguiente evolución de la estructura:

	1960		1968		1972	
	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)
1. Capital ajeno (c) ... ..	17.572	7.411	94.194	35.854	209.249	98.930
2. Capital propio (c) ... ..	45.773	23.950	194.282	72.282	297.310	108.069
3. Relación de endeudamiento ... ..	38 %	30 %	48 %	49 %	70 %	91 %

(a) Incluyendo las eléctricas.

(b) Excluyendo las eléctricas.

(c) En millones de pesetas.

En su conjunto, esto es, incluyendo las eléctricas, la base de capital propio se empeora pasando de, aproximadamente, 72 % en 1960 al 67 % en 1968 y al 58 % en 1972. Lo que implica un creciente endeudamiento de la empresa española, pero que se encuentra, sin embargo, por debajo del endeudamiento de las grandes empresas europeas. Lo que permite pensar en que la capacidad de endeudamiento ha sido menor, o que la empresa española no ha tenido las mismas oportunidades de crecimiento, de expansión.

Si bien la estructura de capital no constituye un índice insuficiente, sí nos señala, sin embargo, el potencial de crecimiento financiero tanto por lo que afecta a las posibilidades de capital propio, como a aquellas correspondientes al capital ajeno, destacando la posición de las empresas americanas frente a las europeas. Sin duda, mayor interés ofrece el potencial de resul-

tados, pero para asegurarlo se precisa de una amplia capacidad de captación de medios.

## VI. RIESGOS DE LA FINANCIACIÓN INTERNACIONAL

17. Una de las características más diferenciadoras, entre la problemática de financiación de la empresa nacional y la que corresponde a la empresa multinacional, radica en los riesgos adicionales que, por su propia característica, implica. Estos riesgos son:

- 1) Riesgo en el tipo de cambio de las monedas.
- 2) Revaluación o desvaloración.
- 3) Riesgo político del país.
- 4) Estabilidad política.
- 5) Posibles nacionalizaciones.
- 6) Restricciones de divisas.
- 7) Tratamiento fiscal discriminatorio.

## VII. INCIDENCIA DE LOS PROBLEMAS MONETARIOS EN LA POLÍTICA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS MULTINACIONALES

18. La US Tariff Comission, en su investigación sobre las empresas multinacionales, señala que los medios de que disponían las empresas multinacionales en 1972 ascendían a 268.000 millones de dólares. Según esta cifra, que no puede ser comprobada, los medios de las empresas multinacionales (268.000 millones de dólares) eran superiores al volumen monetario de USA (244,4), Japón (122,8), República Federal Alemana (51,6), Gran Bretaña (31,5) y Suiza (18,6). Según este mismo informe este ingente volumen de disponibilidades se encontraban en participaciones extranjeras (110), en bancos extranjeros (52,7), en bancos USA en el extranjero (61,4), en ban-

cos USA (13), en el mercado de eurodólares (18,7), entre otras posiciones (17).

Por su parte, el grupo de investigación de la Harvard fijó la cifra de 27.000 millones de dólares como medios líquidos (18).

Aquí no interesa tanto el volumen exacto, imposible de determinar. Es suficiente con apreciar que un 1 % significaría 2,7 mil millones de dólares, cifra que puede compararse con la afluencia de dólares en la RFA en 1971, que fue de 4,8 mil millones de dólares. Un ligero desplazamiento de estas masas puede afectar al sistema monetario sensiblemente.

19. Sin duda la importancia de la capacidad financiera de las empresas multinacionales no puede ser despreciada, ya que mientras se puedan movilizar los medios monetarios dentro del sistema que representa un Konzern multinacional, se escapa al control clásico del mercado de capitales. O lo que es lo mismo, las instituciones monetarias, estatales o internacionales, pierden el control de masas significativas, tal como se ha podido apreciar en las diversas crisis monetarias. El sistema monetario de Bretton Woods, como las diversas normativas nacionales, no se concibieron para una economía mundial con el fenómeno de las empresas multinacionales. Se crearon con otra idea del comercio internacional. El sistema de tipo de cambio fijo puede ser salvado por estas empresas y sacar beneficios derivados de las medidas monetarias, mediante efectos de compensación, lo cual permite un afianzamiento adicional de estas empresas que, sobre todo, poseen en la discrepancia entre el sistema monetario y la realidad una ventaja competitiva notable. Más de una Sociedad ha conseguido beneficios «monetarios» muy sensibles en el transcurso de 1973.

---

(17) «Das 268-Milliarden-Dollar-Ding», en *Wirtschaftswoche*, número 34, 17-8-1973, págs. 71 ss.

(18) Ver BIEDENKOPF, K. H., «Eine neue Weltmacht?», en *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, núm. 185, del 12-8-1972.

20. De lo que se puede afirmar que:

Primero: No existe duda de que las empresas multinacionales podrían precipitar una crisis monetaria con mover sólo una parte pequeña de sus activos de una moneda a otra.

Segundo: El sistema monetario internacional no está dotado adecuadamente para restablecer el equilibrio monetario cuando se desequilibra por causas del «hot money».

Tercero: Los movimientos del «hot money» de los últimos meses deben enjuiciarse, más dentro de la defectuosa estructura del propio sistema monetario internacional, que remitirselo a las empresas multinacionales.

En la práctica, es en realidad muy difícil distinguir entre las operaciones especulativas y las ordinarias, tal como lo demuestran los recientes intentos de controles diferenciadores.

*Magnitudes de los movimientos monetarios.*

Las magnitudes que se han registrado como flujos de a corto plazo pueden estimarse en los momentos de variaciones monetarias singulares (19). Así, en el primer trimestre de 1973 (el 12 de febrero 1973 se devaluaba el dólar en el 10 %) los flujos netos que salieron de EE.UU. se estiman en 7.000 millones de dólares. Para la República Federal Alemana en febrero de 1973 (revaluación del marco) los flujos recibidos en fondos eran de 5,9 mil millones de dólares, en capital a corto plazo, y de 6,9 mil millones de dólares en transacciones, magnitudes que eran negativas en meses anteriores.

En Gran Bretaña, en junio de 1972 (segundo trimestre) se produjo una salida de 883 millones de libras, que se puede comparar con una entrada de 229 millones de libras en el mismo período del año anterior.

En la actual situación no hay otra solución que la reforma del sistema monetario, y una nueva ordenación de las políticas

---

(19) *Allgemeiner Überblick Internationale Währungsentwicklung und Währungspolitik*, Vorausabdruck, Deutsche Bundesbank, abril 1974, págs. 30 ss.

nacionales para ajustarse a las circunstancias cambiantes. Una de las características que deberá poseer un sistema monetario en el futuro será su capacidad para evitar movimientos especulativos masivos. Por otra parte, las operaciones de las empresas multinacionales contienen en elevado grado implicaciones a largo plazo, lo que deberá tener en cuenta el sistema monetario internacional tanto por su repercusión en el mismo como por su incidencia en las propias empresas multinacionales. La posible reforma se demora por plazo totalmente imprevisible y el floating se tendrá que mantener.

21. Con la crisis del petróleo, mejor dicho, con el incremento del precio del petróleo al nivel de enero de 1974, entra un nuevo componente en la problemática financiera internacional, implicando una mayor incertidumbre (20):

- 1) El incremento de los fondos en los países petroleros que significa el nuevo precio del petróleo se estima para 1974 en una magnitud de unos 50.000 millones de dólares.
- 2) Para los países de la OECD implica un déficit en las balanzas de cuenta corriente de 30 a 40.000 millones de dólares, países que hasta ahora poseían un importante superávit.
- 3) Para los países en vías de desarrollo significa agravar su déficit en la balanza de cuenta corriente en unos nueve o diez mil millones de dólares.

Esta variación en los flujos monetarios incidirá necesariamente sobre la financiación de las empresas multinacionales. Si se canalizan estos fondos al mercado de eurodólares, se puede producir una gran liquidez internacional, una inundación de medios financieros, por lo que se hace necesario la búsqueda de acuerdos entre los países industriales y los productores, para convenir los comportamientos, de forma que, al disponer de estos fondos, sea de tal manera, que no disloquen el sistema monetario internacional.

---

(20) *Ib.*, pág. 52.

unas tácticas y otras estratégicas (21). Entre las primeras se incluyen todas las medidas que tienden a evitar riesgos especiales, búsqueda, cada vez mayor, de financiación en los Estados industriales, en los que se encuentran ubicados, costes de los seguros monetarios, facturación en monedas fuertes, limitación de los plazos de cobro, transferencia de dividendos, etc.

Existen una gran variedad de posibilidades que pueden utilizar las empresas multinacionales para mantener la estabilidad de las monedas con las que operan. Y es posible que en el futuro se dé la tendencia a colocar sus fondos en monedas fuertes, lo que puede llevar, con la gran agilidad que poseen en las transacciones, a un incremento de la frecuencia de los cambios de paridades.

Entre las medidas estratégicas que deben adoptar estas empresas se pueden citar:

- 1) Asegurar los negocios o actividades contra variaciones monetarias.
- 2) Determinación de los negocios marginales de los que no lo son.
- 3) Flexibilidad en producción y ventas.
- 4) Fijación de las modalidades de aplicación de tipos monetarios.
- 5) Contabilidad unificada y normativa definida.

24. Las empresas multinacionales poseen con los sistemas de información desarrollados, tanto en base de datos internos de la propia empresa, como de los datos económicos generales a todos los niveles, un instrumento clave para conocer en todo momento la incidencia de las distintas alteraciones monetarias posibles y las medidas que se pudieran adoptar. El desarrollo de estos sistemas de información facilita la adopción de organizaciones más ágiles y una posible descentraliza-

---

(21) Ver GOETTSCHÉ, H. G., e ISCHEBECK, E., «Währungspolitische Probleme multinationaler Unternehmen», en *Wirtschaftsdienst*, 1973/VII, págs. 364 ss.

ción en las decisiones, con el control necesario para conocer el alcance de los mismos.

25. Se puede concluir, señalando que el fenómeno de las empresas multinacionales, se enjuicie como se quiera, es un hecho real que ha contribuido al desarrollo económico. Las empresas multinacionales no son ya, sobre todo en Europa, solamente las grandes empresas, sino que empresas medianas (22) descentralizan sus centros de producción, buscando las oportunidades que ofrecen, no sólo los mercados de ventas, sino en muchos casos las grandes ventajas de los mercados de los factores de producción. Existe, con vistas al futuro próximo, una clara urgencia en regular a nivel multinacional las actuaciones de estas sociedades armonizando las diferentes normativas. El sistema monetario internacional deberá recoger estas nuevas configuraciones del mercado financiero, instrumentar nuevas formas de financiación y buscar, sobre todo en los países industriales, una mayor participación de accionariado nacional en las distintas sociedades. Con lo cual, la multinacionalidad será la base para asegurar su contribución. Dentro de las normativas en torno a la concentración de empresas a nivel internacional, es donde deberá buscarse el instrumento para limitar el poder de estas empresas y canalizar su potencial tecnológico, económico y financiero. Puede considerarse que incluso en los niveles de organización y dirección de empresas los impulsos teóricos y prácticos provienen de este nuevo fenómeno.

Los responsables financieros de un Konzern multinacional deben contribuir, con su organización financiera multinacional, como medio para la racionalidad de la actividad empresarial e incidir sobre los resultados. Con la integración de la financiación en los sectores de producción y ventas consigue la empresa multinacional una nueva dimensión que permite desarrollar y solucionar a nivel mundial funciones empresariales.

---

(22) JUNGnickEL, R., y KOOPMANN, G., «Wie multinational sind die deutschen Unternehmen?», *ob. cit.*, pág. 193.



Sr. MODERADOR.—Lamento muy de veras haber tenido que interrumpir la intervención del profesor GARCÍA ECHEVARRÍA. Yo, que he estado al lado del dialogante y tengo a la vista su voluminoso trabajo, puedo asegurar a ustedes que es un trabajo concienzudo y denso; muy difícil de exponer, con toda la riqueza que contiene, en los pocos minutos de que ha dispuesto GARCÍA ECHEVARRÍA, pero estoy seguro que podrá explicarse bastante más al hilo del coloquio y, sobre todo, habrá que esperar a que se publique y podamos leerlo con tranquilidad para poder captarlo en toda su profundidad.

